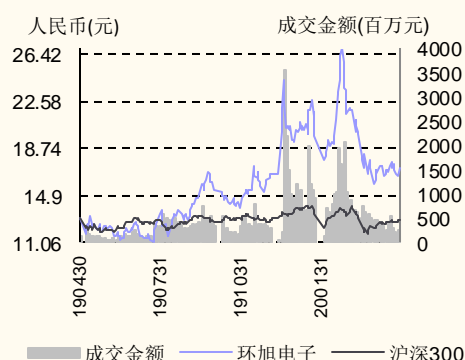


环旭电子 (601231.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 17.09 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	21.81
已上市流通 A 股(亿股)	21.81
总市值(亿元)	372.76
年内股价最高最低(元)	17.56/15.88
沪深 300 指数	3867
上证指数	2822


相关报告

1. 《环旭电子年报点评-经营效率提升, SiP 业务高增长可期》, 2020.4.9
2. 《环旭电子收购或通过点评-收购案获无条件通过, 协同发展可期》, 2020.3.27
3. 《环旭电子 2019 年业绩快报点评-业绩符合预期, 期待 20 年 SiP...》, 2020.2.7
4. 《需求多点开花, SiP 龙头受益微小化趋势-需求多点开花, SiP...》, 2020.1.6

郑弼禹 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001
zhengbiyu@gjzq.com.cn

张纯 分析师 SAC 执业编号: S1130519100004
zhang_chun@gjzq.com.cn

扣非业绩超预期, 期待下半年新品放量
公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,550	37,204	44,144	49,126	56,507
营业收入增长率	12.94%	10.89%	18.65%	11.29%	15.03%
归母净利润(百万元)	1,180	1,262	1,474	1,663	1,864
归母净利润增长率	-10.21%	6.98%	16.81%	12.81%	12.08%
摊薄每股收益(元)	0.542	0.579	0.676	0.763	0.855
每股经营性现金流净额	-0.10	1.06	0.11	1.03	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.54%	12.28%	13.03%	13.51%	13.88%

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 环旭电子发布 2020 年一季报, 实现营业收入 76.12 亿元, 同比下降 0.81%; 实现归母净利润 1.91 亿元, 同比下降 14.25%; 实现扣非归母净利润 1.45 亿元, 同比增长 13.47%, 扣非业绩略超市场预期。

经营分析

- **营收如期逐月强劲改善, 上半年营收增长可期:** 在 4 月 9 日年报点评中, 我们预测随着公司全面复工, 公司营收将逐月改善。从整个一季度来看, 相比去年同期, 收入仅下滑 0.8%, 相比 1-2 月的合计下滑 24%, 3 月营收强劲复苏。新冠疫情影响之下, 虽然工业类和汽车电子类产品有所下滑, 但是在 WIFI 6 和 UWB 的拉动下, 通讯类产品逆势增长。展望二季度, 我们预计部分订单由于一季度推迟复工会转移到二季度, 同时 iPhone SE 2 将继续拉动通讯类产品营收增长, 因此我们认为二季度营收增长可期。
- **下半年 AiP、TWS 耳机、智能手表、UWB 等新品看点多多:** 可穿戴设备和手机等产品对小型化的要求高, 对 SiP 封装的需求增加。通讯类产品 2020 年有望供应 AiP 模组, 有望新增 UWB 需求。消费电子业务方面, TWS 耳机有望成为公司新的收入增长点。
- **全球新冠疫情影响下谨慎经营, 费用存下降空间:** 我们预计疫情对消费力产生的不确定性或将在第三季度体现。公司下调 2020 年资本开支, 体现了不确定环境下谨慎经营的灵活调整的能力。费用率方面, 随着并购相关的费用摊销结束, 我们认为管理费用存在下降空间。

投资建议

- 我们维持公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 14.7 亿元、16.6 亿元和 18.6 亿元的盈利预测, 维持“买入”评级及 31 元的目标价。

风险提示

- 新冠肺炎疫情持续时间超过预期; 行业竞争加剧; SiP 新订单不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	29,706	33,550	37,204	44,144	49,126	56,507	货币资金	5,046	4,611	6,096	7,208	8,007	9,202
增长率		12.9%	10.9%	18.7%	11.3%	15.0%	应收账款	6,006	7,737	7,405	9,236	10,278	11,822
主营业务成本	-26,428	-29,908	-33,499	-39,707	-44,119	-50,735	存货	3,318	4,760	4,298	5,816	5,983	6,605
%销售收入	89.0%	89.1%	90.0%	89.9%	89.8%	89.8%	其他流动资产	894	787	386	240	144	151
毛利	3,277	3,643	3,705	4,437	5,007	5,772	流动资产	15,264	17,895	18,186	22,499	24,413	27,781
%销售收入	11.0%	10.9%	10.0%	10.1%	10.2%	10.2%	%总资产	87.9%	88.8%	83.0%	86.0%	86.5%	87.6%
营业税金及附加	-35	-41	-39	-57	-64	-73	长期投资	23	27	576	576	576	576
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	1,549	1,594	1,894	2,061	2,192	2,267
销售费用	-240	-280	-320	-353	-393	-452	%总资产	8.9%	7.9%	8.6%	7.9%	7.8%	7.2%
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	无形资产	281	328	452	465	485	511
管理费用	-1,639	-610	-778	-839	-983	-1,130	非流动资产	2,100	2,256	3,726	3,663	3,815	3,915
%销售收入	5.5%	1.8%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	%总资产	12.1%	11.2%	17.0%	14.0%	13.5%	12.4%
研发费用	0	-1,312	-1,373	-1,655	-1,842	-2,147	资产总计	17,363	20,151	21,912	26,163	28,228	31,696
%销售收入	0.0%	3.9%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%	短期借款	939	1,472	1,862	3,731	3,675	4,305
息税前利润 (EBIT)	1,363	1,399	1,195	1,532	1,725	1,969	应付款项	7,021	8,408	8,296	9,429	10,478	12,050
%销售收入	4.6%	4.2%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	其他流动负债	644	716	699	982	1,073	1,229
财务费用	-57	47	-26	11	-2	9	流动负债	8,605	10,597	10,857	14,143	15,226	17,584
%销售收入	0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	31	31	31	31
资产减值损失	-12	-38	3	-59	-2	-6	其他长期负债	125	145	717	643	627	619
公允价值变动收益	146	-249	112	0	0	0	负债	8,730	10,741	11,605	14,816	15,884	18,234
投资收益	98	209	79	180	162	146	普通股股东权益	8,631	9,408	10,276	11,315	12,313	13,431
%税前利润	6.3%	15.0%	5.5%	10.5%	8.4%	6.7%	其中：股本	2,176	2,176	2,179	2,179	2,179	2,179
营业利润	1,565	1,387	1,422	1,714	1,934	2,168	未分配利润	4,500	5,257	6,135	7,019	8,017	9,135
营业利润率	5.3%	4.1%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%	少数股东权益	2	2	31	31	31	31
营业外收支	0	7	11	0	0	0	负债股东权益合计	17,363	20,151	21,912	26,163	28,228	31,696
税前利润	1,564	1,393	1,433	1,714	1,934	2,168	比率分析						
利润率	5.3%	4.2%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-250	-213	-173	-240	-271	-303	每股指标						
所得税率	16.0%	15.3%	12.1%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.604	0.542	0.579	0.676	0.763	0.855
净利润	1,314	1,180	1,260	1,474	1,663	1,864	每股净资产	3.967	4.324	4.716	5.188	5.645	6.158
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0	每股经营现金净流	0.555	-0.101	1.065	0.108	1.031	0.986
归属于母公司的净利润	1,314	1,180	1,262	1,474	1,663	1,864	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.271	0.305	0.342
净利率	4.4%	3.5%	3.4%	3.3%	3.4%	3.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.22%	12.54%	12.28%	13.03%	13.51%	13.88%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	7.57%	5.85%	5.76%	5.63%	5.89%	5.88%
净利润	1,314	1,180	1,260	1,474	1,663	1,864	投入资本收益率	11.96%	10.89%	8.62%	8.72%	9.24%	9.51%
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0	增长率						
非现金支出	478	482	496	508	570	716	主营业务收入增长率	23.86%	12.94%	10.89%	18.65%	11.29%	15.03%
非经营收益	-155	101	-35	110	-3	23	EBIT增长率	47.02%	2.62%	-14.56%	28.15%	12.60%	14.14%
营运资金变动	-429	-1,982	599	-1,857	15	-454	净利润增长率	63.10%	-10.21%	6.98%	16.81%	12.81%	12.08%
经营活动现金净流	1,208	-219	2,320	236	2,246	2,149	总资产增长率	12.71%	16.06%	8.74%	19.40%	7.89%	12.29%
资本开支	-130	-471	-659	-555	-720	-810	资产管理能力						
投资	-104	78	-27	0	0	0	应收账款周转天数	65.2	73.1	72.8	75.0	75.0	75.0
其他	80	84	92	180	162	146	存货周转天数	42.3	49.3	49.3	54.0	50.0	48.0
投资活动现金净流	-153	-309	-595	-375	-558	-664	应付账款周转天数	83.8	89.9	87.3	80.0	80.0	80.0
股权募资	0	0	50	155	0	0	固定资产周转天数	18.6	16.8	16.4	14.6	13.7	12.2
债权募资	-446	468	229	1,813	-64	625	偿债能力						
其他	-350	-378	-634	-716	-824	-915	净负债/股东权益	-55.42%	-38.07%	-40.78%	-30.37%	-34.85%	-36.15%
筹资活动现金净流	-796	91	-355	1,251	-888	-290	EBIT利息保障倍数	24.0	-29.6	45.6	-139.5	1,127.8	-221.3
现金净流量	259	-437	1,370	1,112	799	1,195	资产负债率	50.28%	53.30%	52.96%	56.63%	56.27%	57.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	16
增持	0	0	0	4	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.67	1.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-01-06	买入	20.05	31.00~31.00
2	2020-02-07	买入	19.13	31.00~31.00
3	2020-03-27	买入	17.79	31.00~31.00
4	2020-04-09	买入	17.35	31.00~31.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH